

造纸行业 2011年下半年报告

评级：增持 维持评级

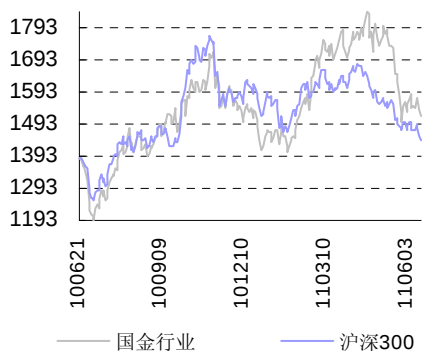
行业研究

长期竞争力评级：等于行业均值

淘汰是最大的变量，等待量变到质变

市场数据(人民币)

行业优化平均市盈率	22.01
市场优化平均市盈率	22.56
国金造纸指数	1521.63
沪深 300 指数	2892.16
上证指数	2642.82
深证成指	11409.16
中小板指数	6066.05



相关报告

1. 《又一次的纸业落后产能淘汰有何不同？》，2011.5.11
2. 《量增、库存下降,浆价上涨趋势明确》，2011.4.26
3. 《纸好转可期,浆向上趋势确定》，2011.4.7

投资建议

- **行业策略：**过度竞争和原料在外是制约造纸行业表现的两大因素，原料问题短期难以改善，供给面的改善是我们对纸业相对乐观的基础。随着落后产能的淘汰及行业集中度的提升，预计我国造纸业将于 2012 年起进入景气上升期，行业盈利能力将持续改善。此外，我们预计未来五年内我国造纸业有望初步完成整合，行业竞争生态将有质的改变。
- **推荐组合：**晨鸣纸业、景兴纸业、博汇纸业、太阳纸业、岳阳纸业。

行业观点

- **原料在外及过度竞争制约造纸业盈利：**通过对造纸业产业链及产业特征分析，原料依靠进口、原料是纸张主要成本、产品同质化、行业集中度低等特征说明了原料在外及过度竞争是制约造纸业赢利的根本原因，行业赢利要有质的改善并进入良性发展，必须摆脱原料价格的影响并消除过度竞争。
- **我国对进口木浆依赖短期内难以改善：**我国森林资源相对匮乏，同时由于政府支持力度不大，导致我国林纸一体化发展缓慢，我们认为未来五年内中国不会改变对进口木浆的依赖，因此原料挤压企业的现状短期内亦不会有实质性改善。
- **纸张市场供求关系 2012 年起将逐步改善：**我们认为行业固定资产投资增速处于低位，加上新环保标准的执行以及落后产能淘汰政策将共同推动纸张市场供求关系的好转。
- **造纸业有望在未来 5 年内初步完成整合：**中国造纸业将加速进入并购重组期，行业集中度有望快速提升，这将有效防止恶性竞争，从而使行业具备长期赢利能力。

风险提示

- 经济波动风险；落后产能淘汰执行低于预期风险

万友林 分析师 SAC 执业编号：S1130511030016
 (8621)61038259
 wanyl@gjzq.com.cn

内容目录

引言——关于造纸业的疑问？	4
造纸行业基因分析	4
造纸业产业链及产业特征	4
原料在外及过度竞争制约造纸业盈利	6
原料、资金制约林纸一体化发展	7
政府对林纸一体化支持力度不够	7
我国制浆用森林资源匮乏	7
我国对进口木浆的依赖难以改变	9
政策发力，纸业过度竞争好转可期	12
供给面减法：环保新标准加速小企业退出	12
供给面减法：落后产能淘汰超预期	12
供给面减法：纸张投资增速刹车	13
纸业有望于 2012 年起进入景气上升期	14
兼并重组，造纸业集中度有望提升	16
兼并重组，催生行业牛市	16
我国造纸业并购重组已拉开帷幕	18
纸张赢利将逐渐好转	20

图表目录

图表 1：造纸业产业链	4
图表 2：产业特性对造纸业赢利及投资价值的影响	6
图表 3：纸张价格波动主要源于成本驱动	7
图表 4：我国森林面积及覆盖率	8
图表 5：我国人均森林面积远低于世界平均水平	8
图表 6：我国森林更多是防护林	9
图表 7：速生林分类	9
图表 8：中幼林占比较高	9
图表 9：我国木浆进口量预测	10
图表 10：我国对进口木浆依赖度	10
图表 11：进口木浆价格（美元/吨）	10
图表 12：我国森林资源及重点木浆项目区域分布	11
图表 13：我国在建的木浆项目	11
图表 14：环保标准变化	12
图表 15：落后产能淘汰逐年加码（万吨）	13

图表 16: 河南、河北是 2011 落后产能淘汰重点区域	13
图表 17: 箱板瓦楞纸是 2011 年落后产能淘汰最受益品种	13
图表 18: 造纸业固定资产投资增速持续下降	14
图表 19: 造纸业新增产能	14
图表 20: 纸业有望于 2011 年末逐渐进入景气上升期	14
图表 21: 白卡纸开工预测	15
图表 22: 箱板瓦楞纸开工预测	15
图表 23: 铜版纸开工预测	15
图表 24: 未涂布印刷纸开工预测	15
图表 25: 生活用纸开工预测	16
图表 26: 新闻纸开工预测	16
图表 27: UPM 兼并史	17
图表 28: 王子制纸兼并史	17
图表 29: 国际纸业兼并史	17
图表 30: STORAENSO 兼并史	17
图表 31: 行业重组催生牛市	18
图表 32: 近几年我国造纸业并购重组事件	18
图表 33: 行业集中度提升有望进入加速期	18
图表 34: 前十大企业合计市场份额不到 30%	18
图表 35: 市场集中度的白卡纸、铜版纸具有较高的毛利率	19
图表 36: 铜版纸已完成整合	19
图表 37: 铜版纸市场份额（产能）	19
图表 38: 白卡纸行业已完成整合	20
图表 39: 我国白卡纸市场份额（产能）	20
图表 40: 箱板瓦楞纸市场集中度快速上升	20
图表 41: 文化纸行业集中度仍较低	20
图表 42: 生活用纸集中度快速上升	20
图表 43: 新闻纸行业集中度较高	20
图表 44: 铜版纸盈利测算	21
图表 45: 白卡纸盈利测算	21
图表 46: 胶版纸盈利测算	21
图表 47: 箱板纸盈利测算	21

引言—关于造纸业的疑问？

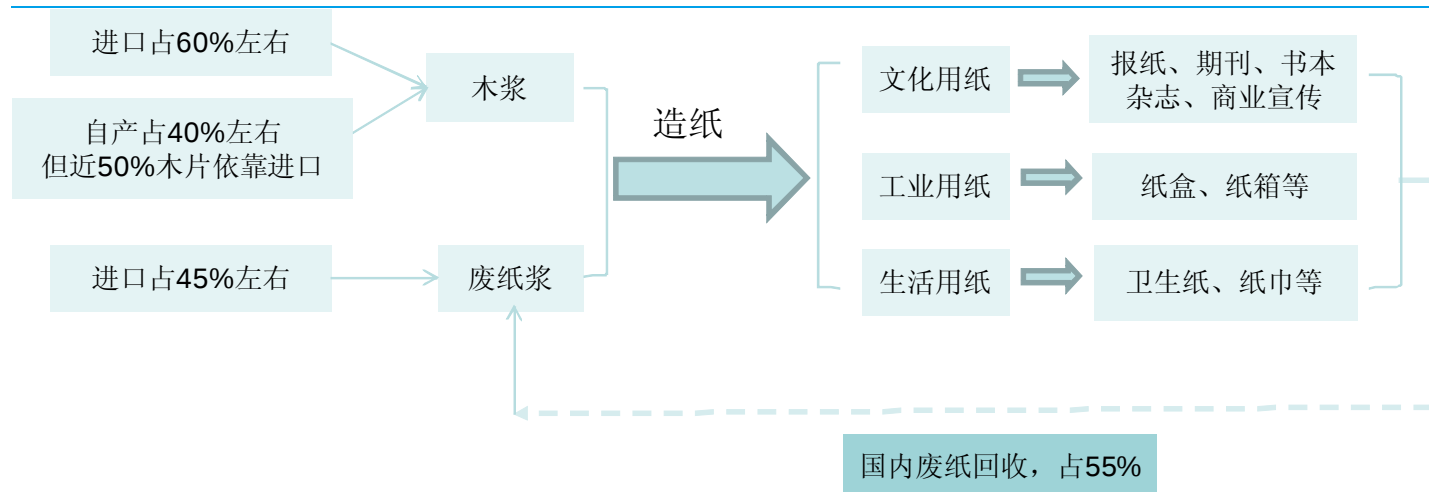
- 造纸业是资本市场颇受冷落的一个板块，板块市值小，规模最大企业的市值仅有 150 亿左右。从历史走势看，造纸板块从来没扮演过市场领涨角色，也几乎没有过持续地独立行情。
- 为什么造纸行业颇受冷落，且一直被称为“资本杀手”？为什么造纸业的盈利一直比较微薄而且非常脆弱？
- 过去二十年是我国造纸业蓬勃发展的黄金二十年，市场容量增长了近 6.5 倍，为什么没有诞生牛股？
- 造纸业在西方发达国家已处于衰退期，企业关闭此起彼伏，中国是否即将步入后尘？我国造纸正在经历什么变化？未来行业是否仍将继续扮演资本嗜血者的角色？
- 在本报告中，我们将通过研究造纸业的本质揭示制约造纸业赢利的主要因素以及未来的投资价值。

造纸行业基因分析

造纸业产业链及产业特征

- 造纸业是经济生活中重要的基础原材料行业，行业产业链长，与包装、印刷业关联度很大，对造纸化学品、造纸装备、仪器仪表、工业控制、电力电子、物流等行业也具有重要的拉动作用，行业景气周期基本跟随宏观经济周期波动。
 - 从用途看，纸张主要用于文化出版、商业印刷、商品包装以及个人卫生消费等，按品种可分为三大类：文化用纸（包括未涂布印刷纸、涂布印刷纸、新闻纸等）、工业用纸（包括白卡纸、白纸板、箱板纸、瓦楞纸等）、生活用纸（包括纸巾、卫生卷纸等）。
 - 造纸业的上游是原料木浆及废纸，木浆主要从南美（阔叶）、北美（针叶）进口，高质量的废纸同样主要依靠进口，进口国家及地区包括美国、欧洲及日本。造纸业的下游包括日化、食品饮料、医药保健品、电器电子、机械等。
 - 国内纸厂的纸机设备以芬兰 METSO、德国 VOITH 为主，尤其是近几年投产的大型设备大多是这两家企业生产，单台设备规模普遍在 30-40 万吨以上，具有幅宽大、车速快的特征。国产设备虽发展较快，但差距仍较大，用户主要是中小型企业，单台设备规模 20 万吨或以下，设备生产企业包括上海轻良、辽机等。

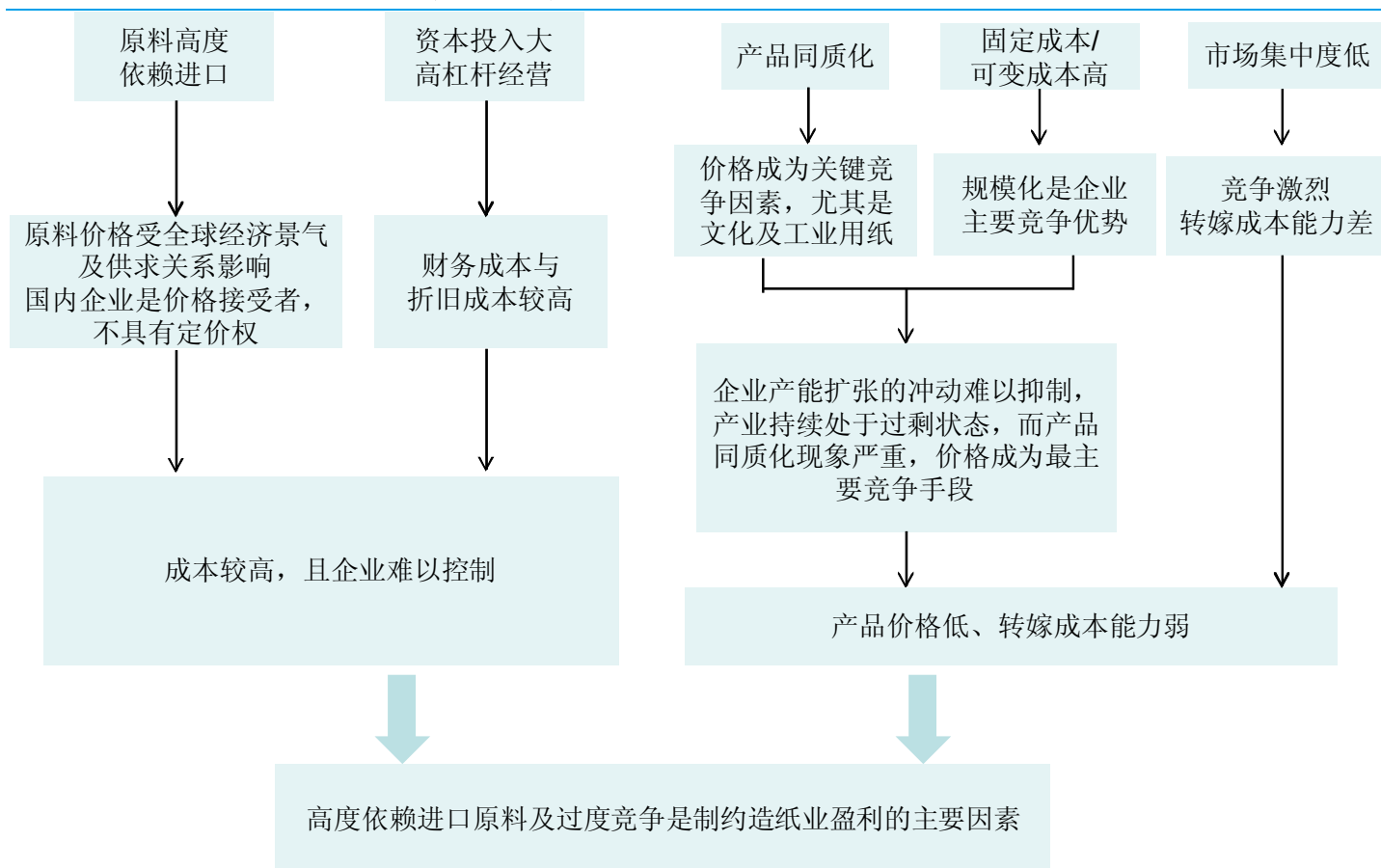
图表1：造纸业产业链



来源：国金证券研究所

- 我国造纸业近些年来赢利一直非常微薄，且波动性大，必然有着不同于其它行业的一些特性，我们期望通过对行业特性分析，解开制约造纸业赢利之谜：
 - 特征一：原料是纸张最主要成本，占 70%左右，部分纸种如生活用纸原料占成本比更高，这一特性使得企业成本对原料价格波动非常敏感，原料价格波动是造纸业的主要风险，也是影响行业赢利的主要因素。
 - 特征二：原料依靠进口。其中木浆进口量占消费量 60%-65%，自产木浆所使用的木片也有近 50%依靠进口，尤其近几年投产的大型项目几乎都依靠进口木片，如亚太森博、在建的王子南通项目等。此外，进口废纸亦占消费量的 45%-50%。原料是纸张主要成本和原料主要依靠进口这两大特性造成我国企业对成本影响较大的因素难以掌控，只能被迫接受，因此行业赢利的波动性及脆弱性主要来源于此。
 - 特征三：资本密集型行业，吨产品投资额大、折旧高。造纸业的设备投资非常大，按行业经验，吨浆投资额 1 万左右，吨纸投资额 0.4-0.8 万，企业普遍属于高杠杆经营，产能扩张主要依靠银行贷款，因此造纸企业的财务成本、折旧成本较高。
 - 特征四：固定成本/可变成本高。这一特征决定规模是企业最重要的竞争优势，企业产能扩张的冲动难以抑制，造成行业持续处于过剩状态。
 - 特征五：产品同质化严重。造纸业属于传统行业，各企业原料使用、设备、包括技术差别并不大，因此无论是文化纸还是包装用纸产品差别化不明显。产品同质化特征决定了企业如想提高市场份额的杀手锏就是价格战。
 - 特征六：行业集中度低。我国现有 3700 多家企业，平均规模仅有 3 万吨左右，较低的行业集中度造成行业竞争激烈，在原料价格上涨时，很难将成本压力转嫁到下游行业。

图表2：产业特性对造纸业赢利及投资价值的影响

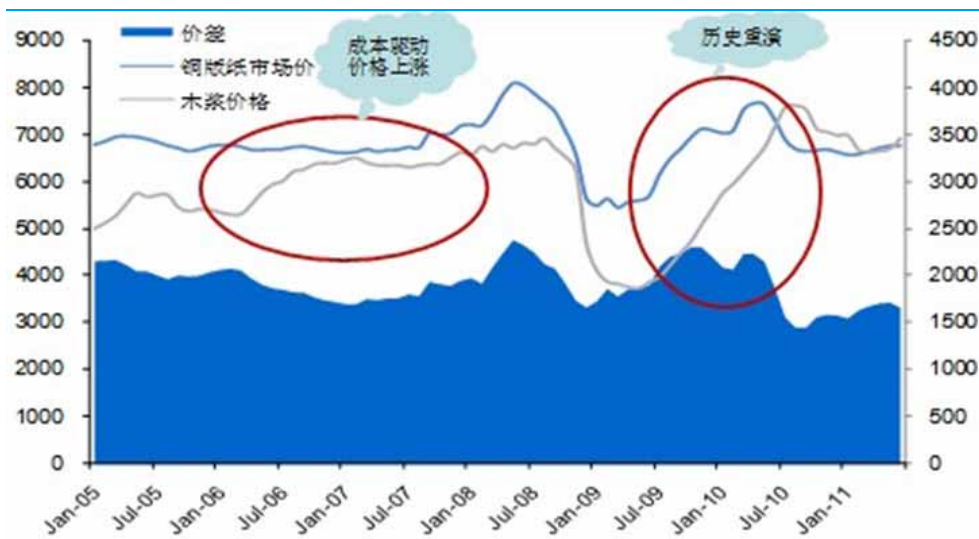


来源：国金证券研究所

原料在外及过度竞争制约造纸业盈利

- 造纸业以下特性是造成行业赢利波动较大且比较微薄的根源。
 - 首先在成本方面，由于原料主要依靠进口且因原料木浆受全球经济景气及供求关系影响，价格是全球定价，国内企业对价格不具有强影响力，属于价格接受者，造成企业成本波动较大且难以控制。
 - 其次在产品价格方面，由于产品同质化，且行业一直处于过剩状态，单个企业无法单独提价，否则必然造成该企业市场销量的下滑。相反，当有新增产能投放或行业景气下滑时，企业就会通过降价来抢占市场份额，造成产品价格较低且企业不敢提价。
 - 从过去几年历史走势来看，纸张价格上涨基本属于成本驱动型，无论是 08 年还是 09 年，都是原料价格先涨，然后纸张价格才被动上涨，这也是过去几年虽然纸张价格在涨，但盈利仍较低的主要原因。
- 从行业本质上来说，我们认为造纸业赢利改善的核心是摆脱原料的影响及消除过度竞争，只有当上述两大条件具备，企业赢利才有质的改善，具体解决途径主要有以下三种。
 - 发展林纸一体化，提高原料自给率。
 - 供求关系改善，纸张价格上涨由成本驱动型转化为需求拉动型。
 - 提高行业集中度，增强行业转嫁成本能力。

图表3：纸张价格波动主要源于成本驱动



来源：国金证券研究所

原料、资金制约林纸一体化发展

政府对林纸一体化支持力度不够

- 林纸一体化项目投资额巨大，资金需求量往往达到几十亿以上，且收获期长，风险较大，因此单靠企业自身发展，难度很大。而且我国造纸业龙头企业规模及实力仍偏小，企业一方面需要扩大纸张规模，抢占市场份额，另一方面还需要建设速生原料林，二者都需要大量资金投入，普遍存在资金不足问题，因此政府支持对行业的发展尤为重要。
- 2000年后，政府陆续出台了《关于加快造纸工业原料林基地建设若干意见的通知》、《关于认真组织实施林业重点工程，加快生态建设的意见》、《全国林纸一体化工程建设“十五”及2010年专项规划》等政策性文件。
- 但总的来说，政府对林纸一体化发展的支持力度并不是很大，国内企业林纸一体化项目资金来源主要采取市场融资的方式，但国开行等政策性银行对林纸一体化项目贷款审批门槛高，获取贷款的难度很大，且担保要求也较高。
 - 国开行重点支持两类：一是列入国家林纸一体化规划的大型项目，规模一般要求在50万吨以上，且资本金超过30%；二是造纸行业龙头企业组织实施的林纸一体化项目。
 - 2000年后获得政府支持的林纸一体化项目案例：宁夏美利纸业林纸一体化工程获得国家开发银行贷款31.35亿元；泰格林纸怀化林纸一体化项目获国家开发银行22亿元贷款；福建南纸林纸一体化项目获得国债资金9000万元；邵武中竹纸业有限责任公司林纸一体化项目获中央国债资金9750万元。

我国制浆用森林资源匮乏

- 我国是森林资源相对匮乏的国家。
 - 我国林地面积尽管相对较大，但森林覆盖率不高，人均森林拥有量更是远低于世界平均水平。据第七次全国森林资源清查结果（2004年-2008年）显示，我国森林面积1.96亿公顷，森林蓄积137亿立方米，在世界上分别位列第5名和第6名。然而，我国的森林覆盖率只有全球平均水平的2/3，排在世界第139位，人均森林面积不足世界平均水平的1/4，人均森林蓄积量更是只有世界平均水平的1/7，均远低于世界平均水平。

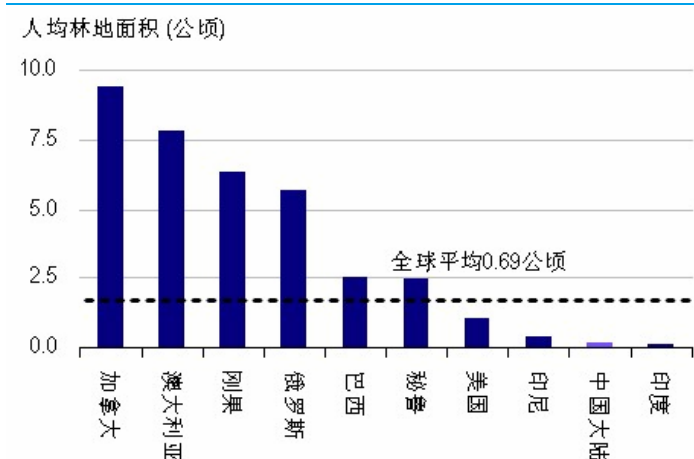
- 我国森林资源质量不高。我国林地每公顷蓄积量为 85.9 立方米，只有世界平均水平的八成左右，实际可砍伐森林资源较少。
- 营林难度越来越大。我国现有质量较好的宜林地仅占 13%，质量差的占 52%，全国宜林地 60%分布在内蒙古和西北地区。今后全国森林覆盖率每提高 1 个百分点，需要付出更大的代价，森林资源增长难度较大。

图表4：我国森林面积及覆盖率



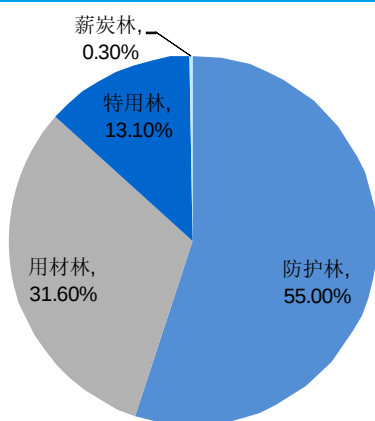
来源：国金证券研究所

图表5：我国人均森林面积远低于世界平均水平



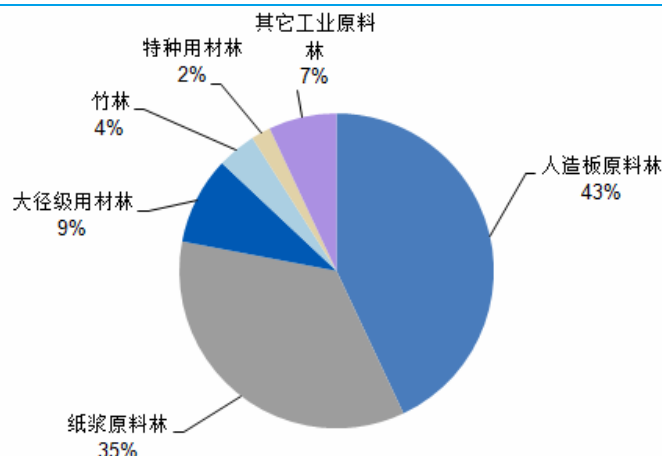
- 我国制浆用森林资源较少。
 - 我国森林面积近一半是防护林，禁止砍伐。尤其是 1998 年中国政府实施天然林保护工程后，国家对西南国有林区、东北及内蒙古等重点国有林区天然林资源实施了严格的禁伐、限伐政策，导致我国林木资源可供量增长缓慢。
 - 中幼龄比重较高，资源结构不合理。我国森林资源中，幼龄林比重占近 70%，庞大的中、幼龄林短期内不能作为资源供给对象，森林可采资源少。
 - 僧多粥少，用材林争夺激烈。我国林木下游需求包括建筑、人造板、制浆等行业。在速生林资源结构中，制浆原料速生林仅占 35%左右，行业间争夺资源现象非常普遍。

图表6：我国森林更多是防护林

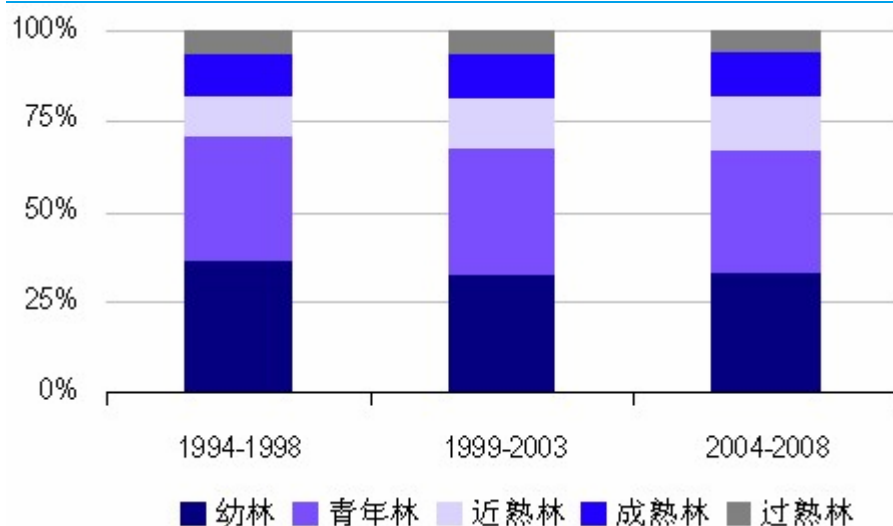


来源：国金证券研究所

图表7：速生林分类



图表8：中幼林占比较高



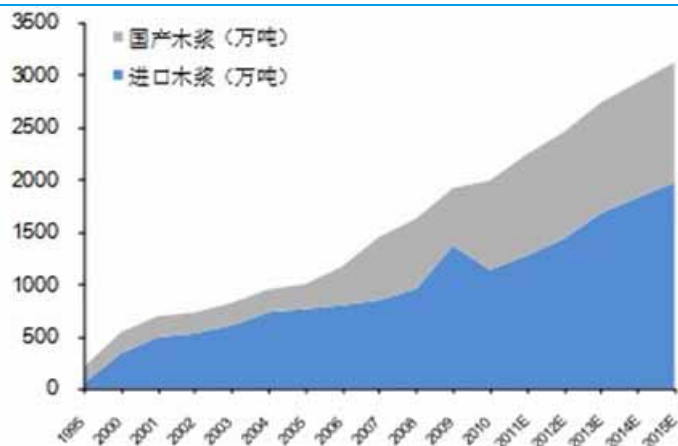
来源：国金证券研究所

我国对进口木浆的依赖难以改变

- 我们认为中国在未来 3-5 年内不会改变对进口木浆的依赖，原料挤压企业利润的现状在 1-2 年内亦不会有实质性改善（取决于全球木浆供求关系的改变，我们预期是 2013 年左右），国内企业唯一可做的，就是提高行业集中度、改善供求关系，转嫁成本。
 - 我们预计 2015 年左右中国木浆进口量将达到 2000 万吨左右，较 2010 年增加 860 万吨，对进口木浆的依赖度维持在 60% 以上。
 - 国内木浆产能预计在 2010-2015 年期间增加约 500-600 万吨，但是从国内森林资源量看，国产木浆增长的潜力已越来越小，尤其是对于国内工厂而言。
 - 从资源蓄积量及气候环境等因素看，我国最适宜搞林纸一体化的区域是广西、广东省，广东目前已有晨鸣湛江项目加上众多人造板企业，资源量可挖潜力不大。而广西地区林木资源则已被 APP、STORAENSO 瓜分，因此国内工厂在广西地区建设大型浆厂的可能性已不大。

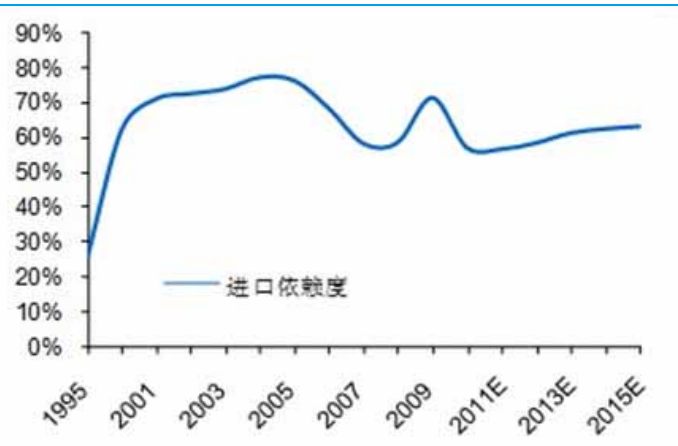
- 我们认为国内工厂今后会更多考虑以进口木片原料，在沿海地区建设浆厂。而随着实力的增强，国内工厂也会走上日本曾经资源扩张途径，在南美或其它地区收购工厂或直接购买林地。

图表9：我国木浆进口量预测

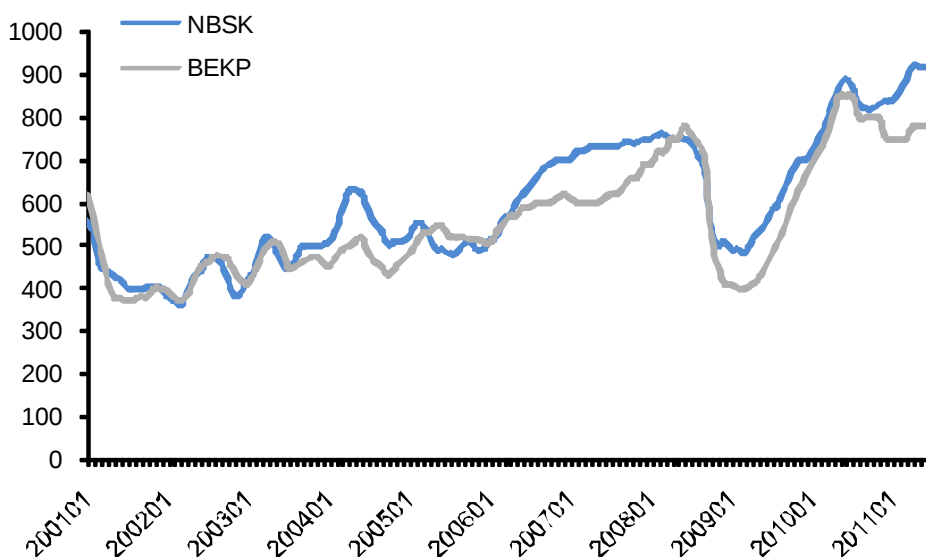


来源：国金证券研究所

图表10：我国对进口木浆依赖度



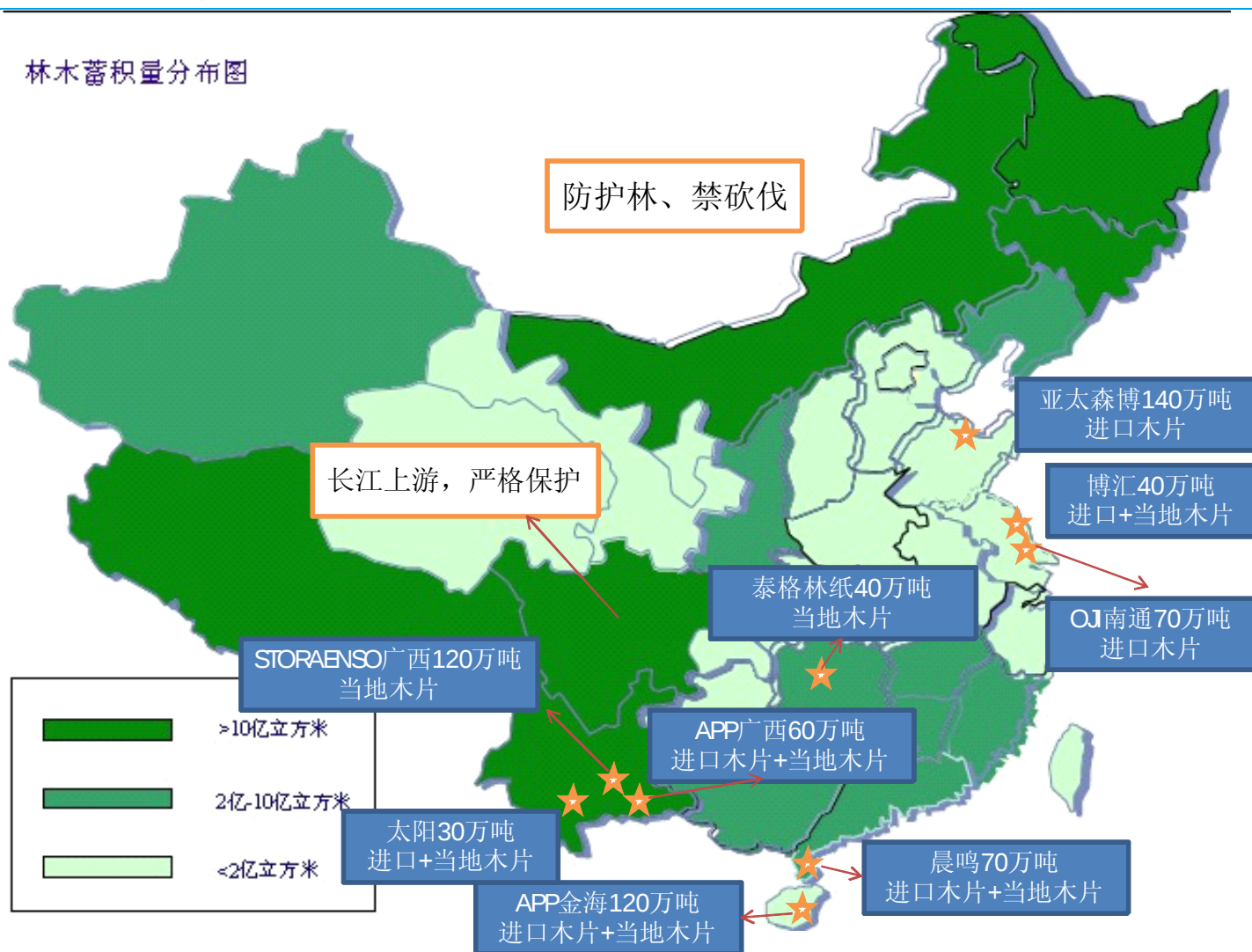
图表11：进口木浆价格（美元/吨）



来源：国金证券研究所

图表12：我国森林资源及重点木浆项目区域分布

林木蓄积量分布图



来源：国金证券研究所

图表13：我国在建的木浆项目

公司	地区	品种	产能（万吨）	商品浆	投产时间	备注
湛江 -晨鸣纸业	山东	桉木浆	70		2011. Q2	
裕农纸业	湖南	漂白化机浆	17		2011H2	设备供应商metso
太阳纸业	老挝	阔叶浆	30		2012年底	前景不明，设备已转给广东工厂
云南云景	云南	针叶浆	9		2012. 5	技改/METSO设备
青山纸业	福建	溶解浆	10		2012上半年	
太阳纸业	广西	溶解浆/阔叶浆	20/30		2012年末	
博汇纸业	江苏	BCTMP	40		2013	METSO设备
王子南通	江苏南通	木浆	71.4		2013	
安徽 -华泰	安徽	针叶浆	30		2013年后	
广西 -Stora-Enso	广西	阔叶 /BCTMP	120		2013年后	营林阶段，短期内不会有进展
中国诚通-江苏林浆纸产业园	江苏	杨木化机浆	24		2013	配套建设60万吨纸张，白卡可能性大

来源：国金证券研究所

政策发力，纸业过度竞争好转可期

供给面减法：环保新标准加速小企业退出

- 2011 年 7 月起我国所有制浆造纸企业将执行新的环保标准，新标准的实施在不断提高行业准入门槛的同时，也加快了一批环保设施不健全的小企业的淘汰过程，有利于行业供求关系的改善，对行业整体形象的改善亦具有较大意义。
 - 新标准大幅度提高了污染物排放的控制水平，加大了对环境敏感地区污染物排放的控制力度，提高了相关行业的环境准入和退出门槛，该标准也是全球最严格的污水排放标准。
 - 新标准将大幅增加小企业的投资成本及运营成本。以 10 万吨制浆造纸联合企业为例，原标准：污水化学需氧量 COD 含量为 130mg/l，企业污水处理设施包括一沉池、二沉池即可达标，但新标准提高到 90mg/l 后，企业需求增加投资 700-1000 万元，建设三沉池，并且污水处理成本也将增长 40%-50%，对于 10 万吨以内的企业来说，压力较大。
 - 新环保标准释放出的信号就是要加快造纸行业内环保差、规模小的企业的淘汰步伐，促进造纸产业的结构升级。因此，从这个意义上讲，新标准的实行将不断推动中国造纸业健康、长远发展，而行业内的大型造纸企业将成为这次调整的实质性受益者。

图表14：环保标准变化

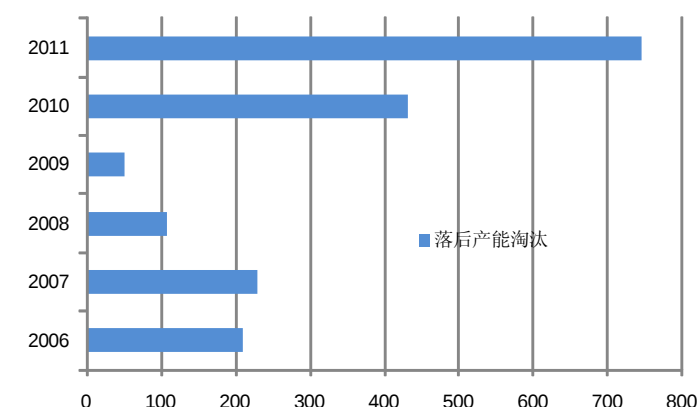
企业类型	2011.7执行的企业水污染物排放限值					
	制浆企业-新标准	制浆企业-原标准	制浆与造纸联合生产企业-新标准	制浆与造纸联合生产企业-原标准	造纸企业-新标准	造纸企业-旧标准
悬浮物 (mg/L)	50	70	30	50	30	50
五日生化需氧量 (BOD ₅ , mg/L)	20	50	20	30	20	30
化学需氧量 (COD _{Cr} , mg/L)	100	200	90	120/150	80	100
氨氮(mg/L)	12	15	8	10	8	10
总氮(mg/L)	15	18	12	15	12	15
总磷(mg/L)	0.8	1	0.8	1	0.8	1
可吸附有机卤素 (AOX, mg/L)	12	15	12	15	12	15
单位产品基准排水量, 吨/吨	50	80	40	20/60	20	20

来源：国金证券研究所

供给面减法：落后产能淘汰超预期

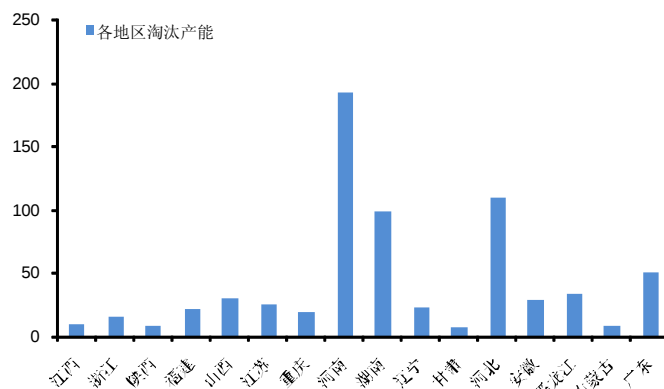
- 从 2006 年起政府开始推行“节能减排政策”，大力淘汰落后造纸产能。2006-2010 年我国已淘汰 1000 万吨左右落后造纸产能，按照工信部要求，2011 年我国将淘汰 745 万吨落后造纸产能，占当年纸张总产能 7%左右，显著高于“十一五”期间。
 - 此次淘汰产能任务为各级政府上报计划，工信部核准汇总而成。为了更好地推动落后产能淘汰工作，财政部、工信部、国家能源局联合颁布了《淘汰落后产能中央财政奖励资金管理办法》，同时采取了多种方式防止名单注水，如淘汰企业名单公示，接受社会监督等，此举凸现出国家淘汰落后产能，调整结构的决心，因此我们预计此次落后产能淘汰的执行可能好于以往。
 - 根据对各地方政府公布的拟淘汰企业名单分析，2011 年淘汰总产能 745 万吨中，箱板瓦楞纸将占到 55.2%，达 412 万吨，占箱板瓦楞纸总产能 10%左右，因此箱板瓦楞纸是 2011 年淘汰的最大受益品种，其次是生活用纸。
- 在国家经济转型的大背景下，造纸等传统的高耗能、高污染行业落后产能淘汰是一个明确的方向。据我们从造纸协会了解：“十二五”期间造纸业落后产能淘汰仍将是重点工作之一，因此造纸业落后产能在未来几年仍将持续。

图表15: 落后产能淘汰逐年加码 (万吨)

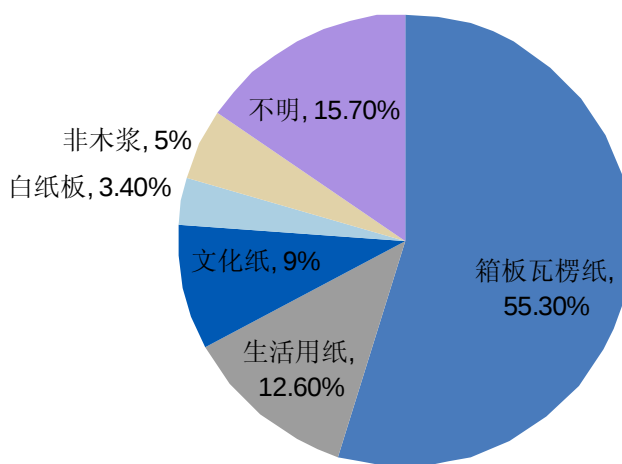


来源: 国金证券研究所

图表16: 河南、河北是 2011 落后产能淘汰重点区域



图表17: 箱板瓦楞纸是 2011 年落后产能淘汰最受益品种

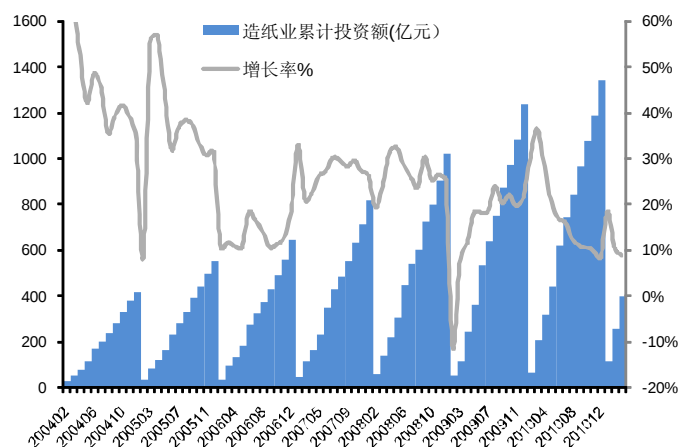


来源: 国金证券研究所

供给面减法: 纸张投资增速刹车

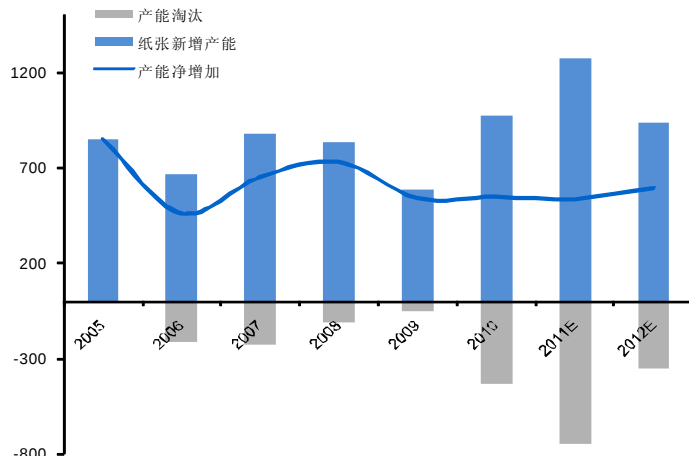
- 行业盈利能力的下滑以及竞争生态的恶化, 导致企业固定资产投资的能力与积极性都在急剧下滑, 目前我国造纸业固定资产累计投资增速已下滑至 10% 以内, 部分单月增速已降为负数。造纸业投资增速的减缓, 直接效果就是纸张新增产能的减少。我们预计 2011 后中国纸张新增产能将持续下降。

图表18：造纸业固定资产投资增速持续下降



来源：国金证券研究所

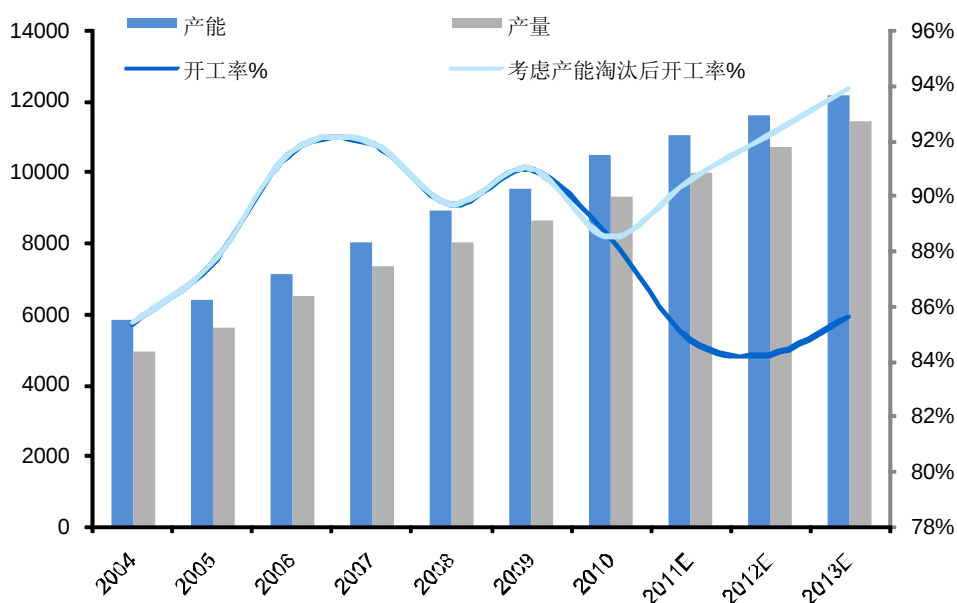
图表19：造纸业新增产能



纸业有望于 2012 年起进入景气上升期

- 我们在春季策略中认为纸张市场总体供求关系在 2012 将到达底部，从 2013 年起将逐步改善。
- 但根据上面论述，如果供给面的关停、淘汰等限制措施以及该措施的有力执行，尤其是今年落后产能淘汰工作超预期，以及环保新标准执行所导致小企业加速被淘汰，我们认为纸张市场景气拐点可能提前到来，我们预计 2012 年起，我国纸张市场将逐步进入景气上升期。

图表20：纸业有望于 2011 年末逐渐进入景气上升期



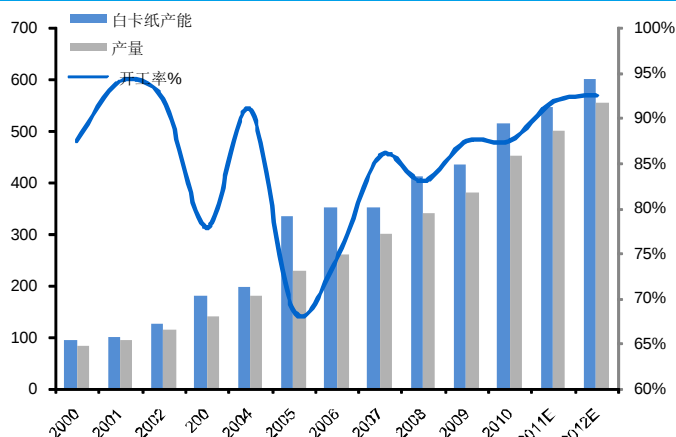
来源：国金证券研究所

- 我们对 2011-2012 年，各纸种的景气排序是白卡纸、箱板瓦楞纸、文化纸、灰底白板纸、生活用纸、铜版纸、新闻纸。
- 包装纸板是我们下半年相对看好品种，包括白卡纸、箱板瓦楞纸等。其中白卡纸整体行业景气有望持续到 2012 年下半年，白卡纸的下游需求主要是医药保健品、化妆品以及食品包装等，需求增长稳定在 10%-15%，市场容量每年增加约 50-60 万吨，而近期都没有大型项目投产，因此行业盈利水平有望维持高位。箱板瓦楞纸则主要受益于落后产能淘汰，今年将淘汰 400 多万吨落后产能，行业景气已处于上升

阶段。今年上半年箱板瓦楞纸价格上涨了 200-250 元/吨，我们看好箱板瓦楞纸下半年及明年行情。

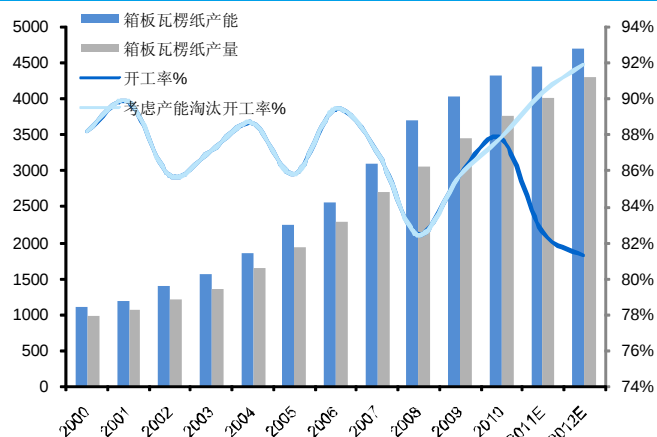
- 文化纸市场：铜版纸市场因新增产能较多，仍存较大不确定性，但近期出口增加较多，且行业集中度较高，因此也无需太悲观，我们预计价格仍将维持相对稳定；胶版纸市场受益于落后产能淘汰，预计市场将于 2011 年末起持续改善。

图表21：白卡纸开工预测

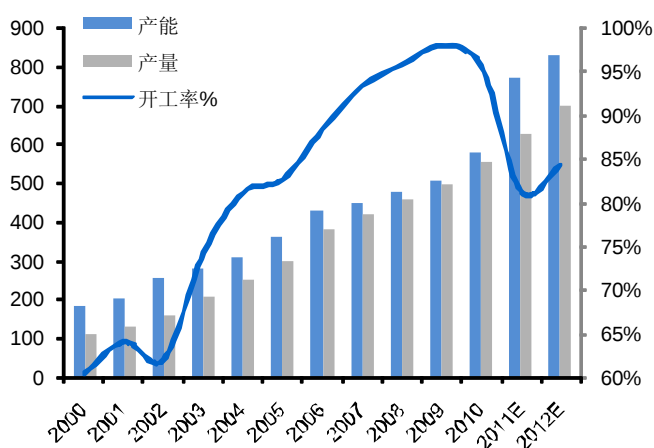


来源：国金证券研究所

图表22：箱板瓦楞纸开工预测

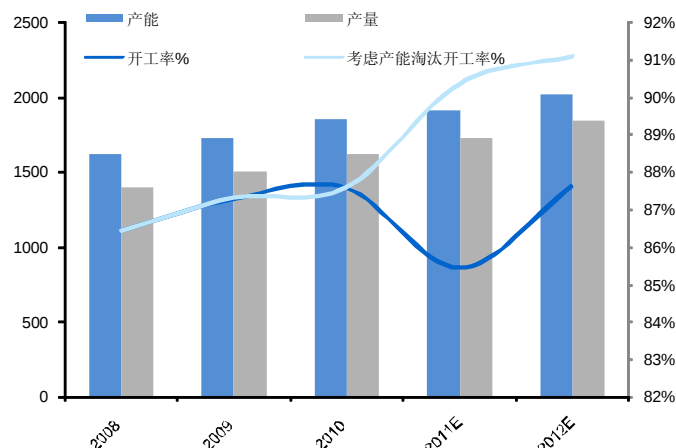


图表23：铜版纸开工预测

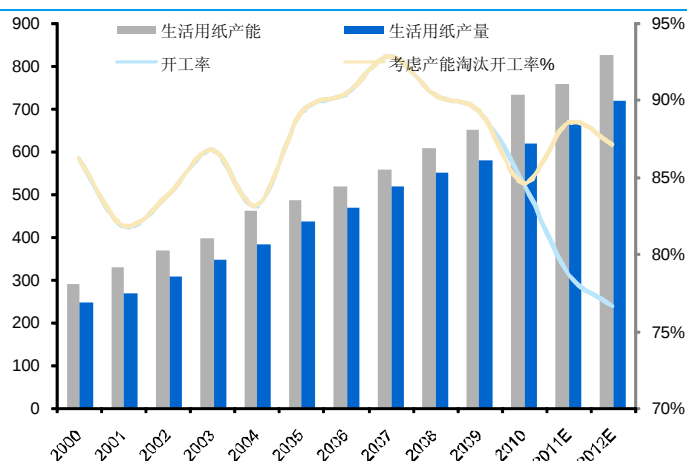


来源：国金证券研究所

图表24：未涂布印刷纸开工预测

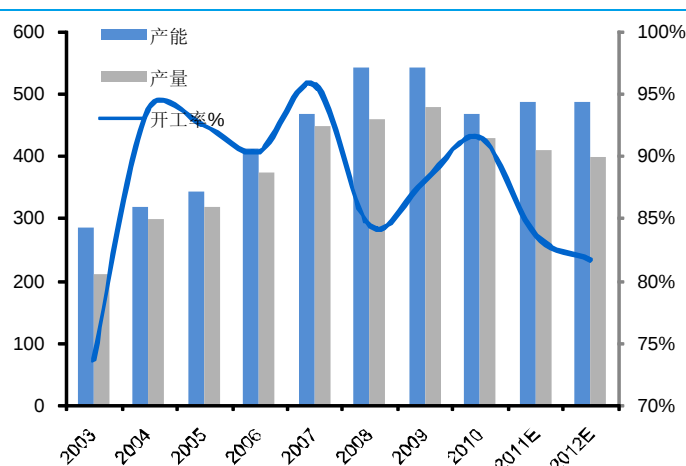


图表25：生活用纸开工预测



来源：国金证券研究所

图表26：新闻纸开工预测

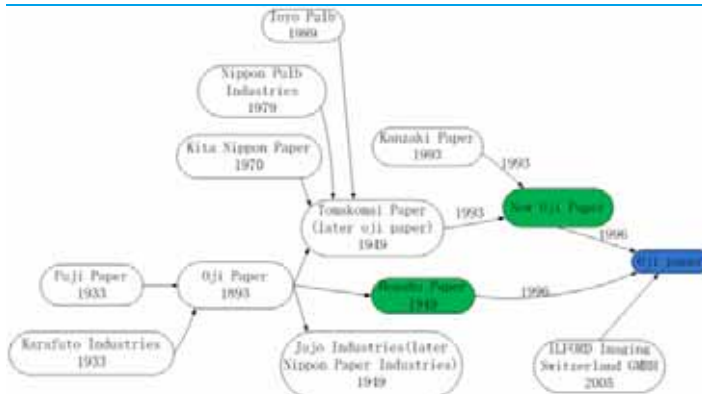


兼并重组，造纸业集中度有望提升

兼并重组，催生行业牛市

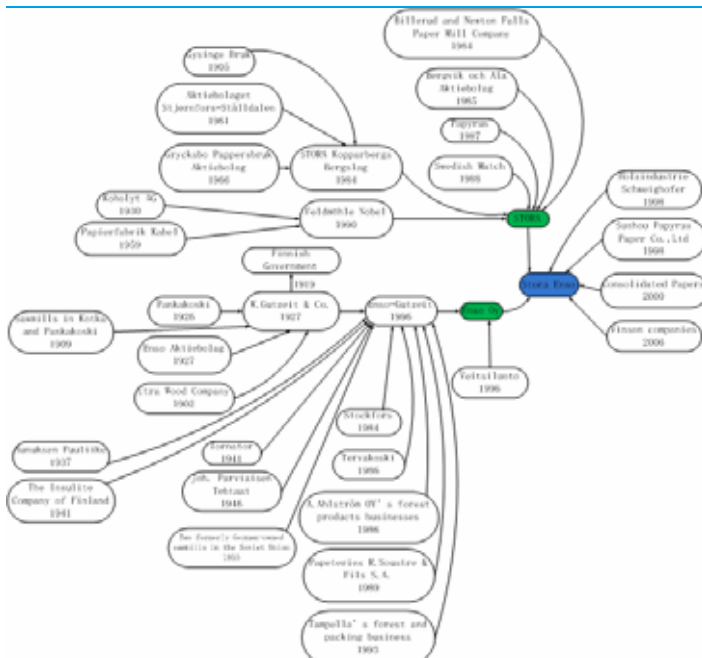
- 造纸业的发展史就是一部并购史，无论是北美、欧洲、还是日本的大型企业都是通过并购而来，像美国的国际纸业、欧洲的 UPM、STORAENSO、日本的王子都是通过大规模的并购才成为当今的全球造纸业十强企业。
- 通过行业兼并重组，可使行业集中度得到快速提高，从而大幅改善行业竞争格局，企业的议价能力也将得到加强，改善行业盈利水平。
 - 首先，行业集中度提升后，行业准入门槛将提高，无形中阻止新企业涌入该行业。
 - 其次，由于行业竞争者的减少，企业不会再通过恶性的价格竞争的方式来竞争市场份额，因此行业的价格战行为将大为减少，行业有望走上良性竞争的轨道。
 - 再次，由于竞争者的减少，企业很容易形成价格同盟，在原料成本上升时，联手提高价格，合力转嫁成本，进而走出盈利微利性的泥潭并创造丰厚的利润。
- 从美国造纸业的发展史也可印证上述观点，美国造纸业在 80-90 年代经历大规模的并购重组，行业集中度随之提升，集中度的提升改善了行业竞争格局，也带来了行业盈利水平的提升，直接催生了 80-00 年纸业股的牛市行情。

图表28: 王子制纸兼并史



来源：国金证券研究所

图表30: STORAENSO 兼并史



来源：国金证券研究所

图表31：行业重组催生牛市



来源：国金证券研究所

我国造纸业并购重组已拉开帷幕

- 以中国纸业、中冶纸业通过并购方式强势进入造纸业为标志，中国造纸业的大规模整合已拉开序幕。无论是两家央企对业内企业的大规模的并购，还是玖龙纸业、华泰纸业近期的小试牛刀，都说明通过并购方式扩张产能正逐步成为龙头企业的重要选择，预计未来 3-5 年我们将看到更多的行业并购案例的发生。

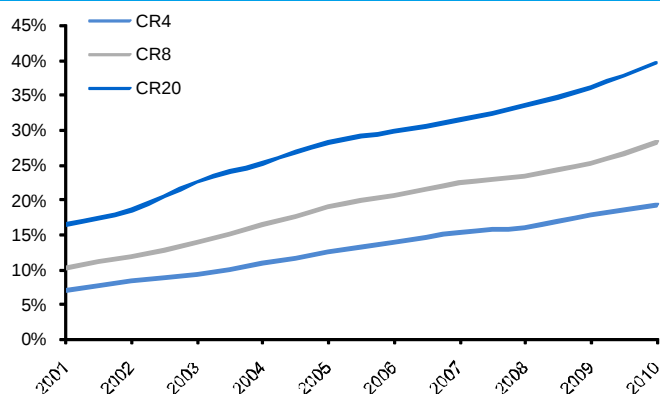
图表32：近几年我国造纸业并购重组事件

企业名称	被并购企业
中国纸业投资公司	并购泰格林纸、华丰纸业、红塔纸业、冠豪高新。。。。。
中冶纸业	并购美利纸业、银河纸业、泰山纸业、海王纸业。。。。
玖龙纸业	并购永新纸业、和泰纸业。。。。
晨鸣纸业	并购黑龙纸业、吉林纸业、赤壁纸业、武汉汉阳造纸厂
华泰纸业	并购河北泛亚纸业

来源：国金证券研究所

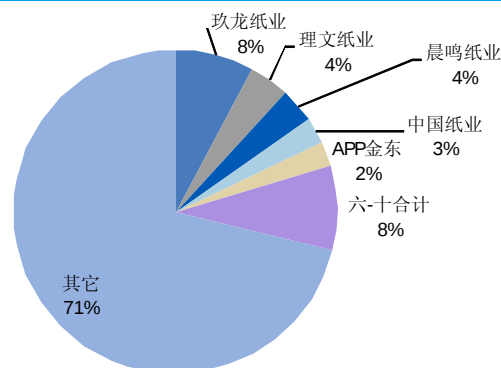
- 随着行业并购的风起云涌，我们造纸业的集中度也有望进入快速上升期。我们预计未来五年内前十大企业合计市场份额有望达到 40%-50%左右，前二十大企业则有望达到 50%-60%左右，行业有望初步完成整合。

图表33：行业集中度提升有望进入加速期



来源：国金证券研究所

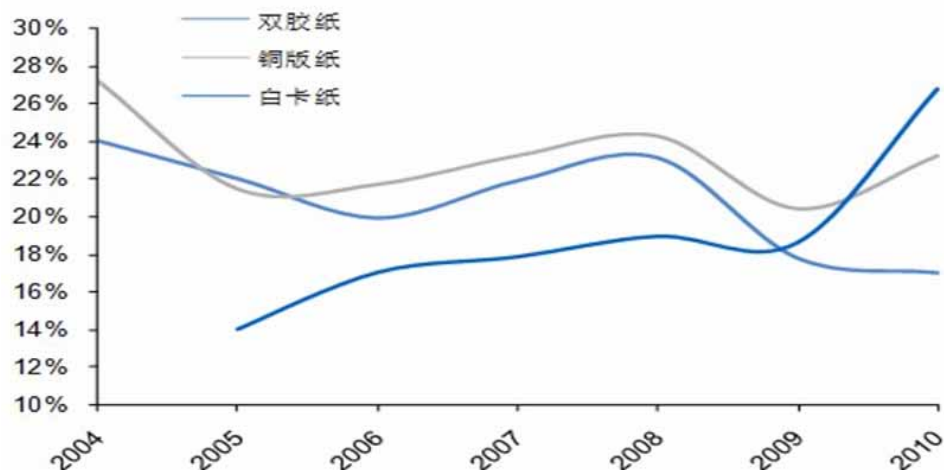
图表34：前十大企业合计市场份额不到 30%



- 而随着行业集中度的提升，将使我国造纸企业获得久违的议价能力，行业盈利能力将大幅提高，因此预计未来几年内我国造纸业将有质的改变。

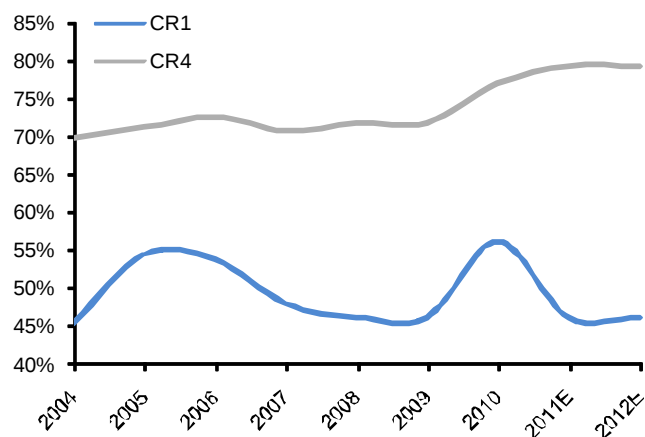
- 首先是成本转嫁能力所带来的销售毛利率的回升。
- 其次是行业盈利波动性的减小。
- 再次，造纸企业普遍具有较高的资产负债率，在行业盈利能力提升后，资产负债率的高企反而使行业充分享受财务杠杆，从而产生较高的ROE水平。

图表35：市场集中度的白卡纸、铜版纸具有较高的毛利率



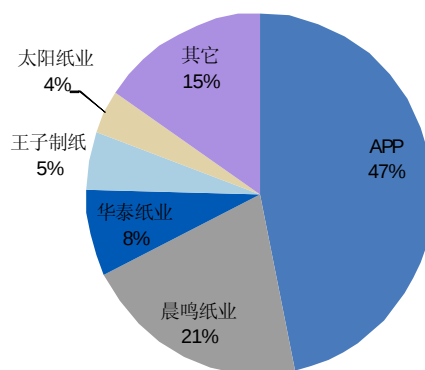
来源：国金证券研究所

图表36：铜版纸已完成整合

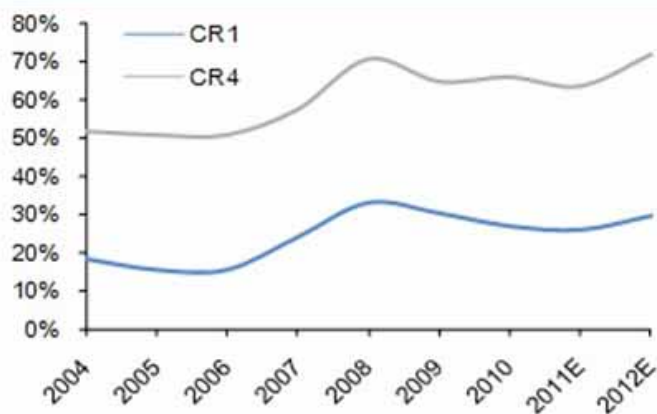


来源：国金证券研究所

图表37：铜版纸市场份额（产能）

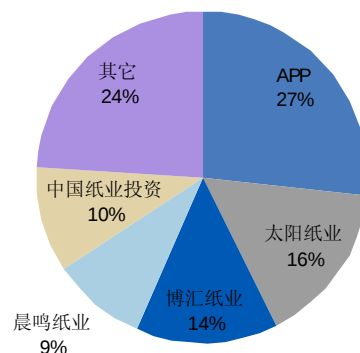


图表38：白卡纸行业已完成整合

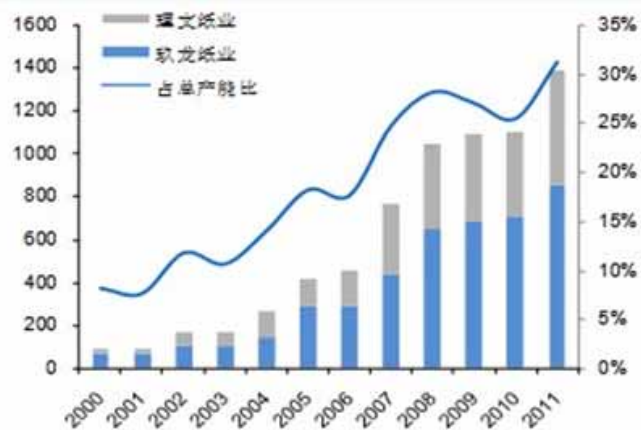


来源：国金证券研究所

图表39：我国白卡纸市场份额（产能）

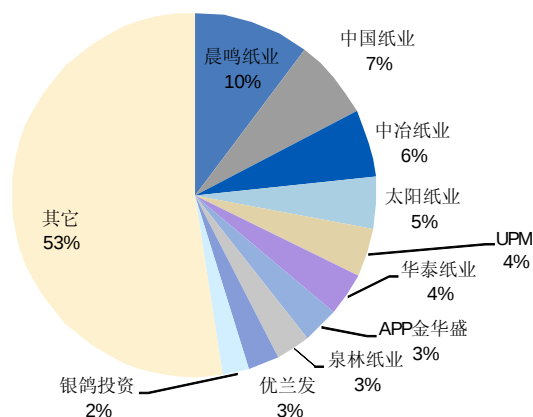


图表40：箱板瓦楞纸市场集中度快速上升

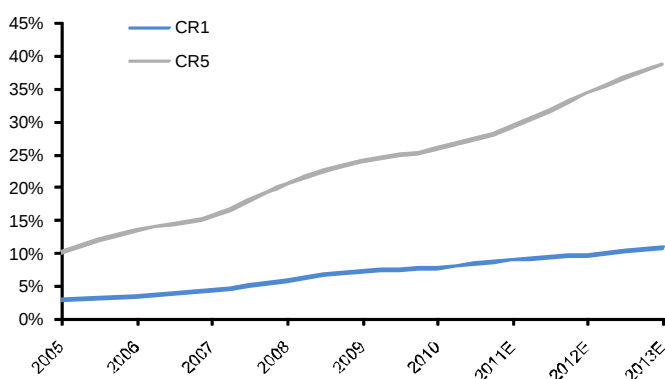


来源：国金证券研究所

图表41：文化纸行业集中度仍较低

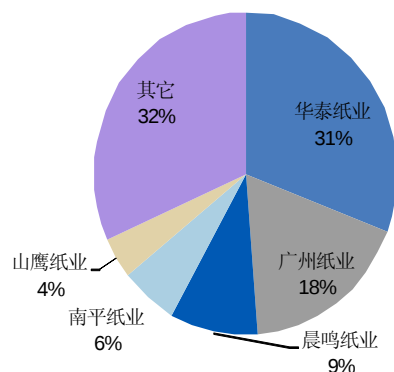


图表42：生活用纸集中度快速上升



来源：国金证券研究所

图表43：新闻纸行业集中度较高



纸张赢利将逐渐好转

- 目前由于外盘木浆价格处于历史高位，而纸张下游需求相对较淡，整个造纸行业盈利水平处于相对低位，我们预计随着落后产能在下半年进入淘汰

期，纸张供求关系有望得到改善，企业也将获得一定的成本转嫁能力，纸张行业盈利水平有望于明年逐渐进入上升期。

- 包装纸板方面，目前白卡纸盈利处于高位，预计 2013 年前仍可保持；箱板纸盈利仍处于相对低位，但在稳步改善，我们预计如果经济不出现大的变动，箱板纸盈利改善的状况仍将持续。
- 文化纸方面：受困于产能过剩及高成本原料，盈利普遍处于历史低位，盈利改善仍需等待落后产能的淘汰的执行。

图表44：铜版纸盈利测算



来源：国金证券研究所

图表45：白卡纸盈利测算

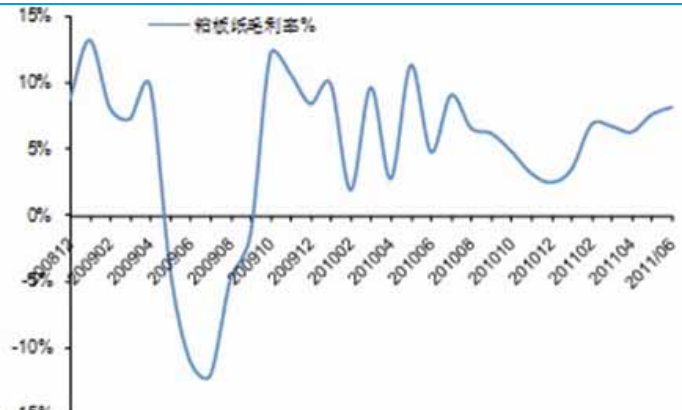


图表46：胶版纸盈利测算



来源：国金证券研究所

图表47：箱板纸盈利测算



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；

持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；

卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；

持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；

减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室